

CONVERGENCIA CON EUROPA EN LA TASA DE INFLACION: IMPORTANCIA, PERSPECTIVA Y MEDIDAS ECONOMICAS NECESARIAS^(*)

*Antoni Espasa y Fernando Lorenzo
Universidad Carlos III de Madrid*

Resumen.

Con la plena integración de España en el área económica europea, el crecimiento económico y la creación de empleo en este país dependen de que al menos se mantengan los niveles de competitividad actuales y ello requiere que la economía española evolucione con diferenciales nulos de inflación respecto a Europa. En los últimos quince años la situación ha sido la contraria y se ha mantenido sistemáticamente un diferencial positivo que ha conducido a devaluaciones y depreciaciones para recuperar la competitividad, pero este recurso a la devaluación no se puede mantener indefinidamente y produce un empobrecimiento relativo.

Las políticas económicas actuales no pueden eludir el establecer objetivos de inflación que supongan un diferencial nulo en Europa. Desde el segundo semestre de 1994 las perspectivas de inflación en España se han ido deteriorando tal como se representa en el gráfico núm. 2 tomado del BOLETIN IPC. Esto ha obligado a que el Banco de España subiese en tres ocasiones a lo largo del primer semestre de 1995 su tipo de interés de referencia. Con esta política monetaria restrictiva parece haberse cortado la aceleración en los precios pero, según las predicciones publicadas en el BOLETIN IPC, éstos tienden todavía a tasas de crecimiento que alejan a la economía española del diferencial cero con Europa.

La política monetaria restrictiva de estos meses contrasta con una política fiscal expansiva y pone de manifiesto que la acción en solitario por parte del Banco de España para reducir la inflación puede ser de efectos limitados sin caer en una recesión económica apreciable. Es, por tanto, imprescindible que la lucha contra la inflación venga dirigida desde el frente fiscal. En dicho sentido parece importante que se apruebe una reducción del gasto público en 1995 acorde con el menor nivel de ingresos que las Administraciones Públicas están teniendo, frente a los que estaban programados. A partir de ahí, la confección y ejecución de un presupuesto público para 1996, con un déficit que no sea superior al 4,4 % del PIB, debe considerarse como un objetivo irrenunciable. Tal objetivo debería incluirse en los programas de los principales partidos políticos y anunciarse así de inmediato. Esto podría garantizar la credibilidad que la economía española necesita para atraer capital extranjero sin tener que pagar primas excesivas por ello. Lo contrario podría generar una desconfianza que retrase, o realmente ponga en peligro, el afianzamiento de la recuperación económica obtenida en 1994 y 1995.

^(*) Este artículo se ha realizado dentro de los proyectos de investigación PB 93-0236 y APC 95-0090 patrocinados por la DGICYT y ha sido parcialmente financiado por la Fundación Universidad Carlos III de Madrid.

I. LOS OBJETIVOS DE INFLACION EN LA POLITICA ECONOMICA ACTUAL.

Con la plena integración de España en el área económica europea, el mantenimiento, al menos, del grado de competitividad de la economía española en relación a otros países del área pasa a ser un elemento determinante para el crecimiento económico y la creación de empleo en este país. Para un tipo de cambio fijo aumentos en el índice de competitividad de la economía española frente a la Europea se asocian de forma negativa al diferencial de inflación entre ambos. La variación de competitividad que realmente importa para explicar o pronosticar si la producción interna de un país está siendo sustituida por la producción procedente de países competidores no es la que se refiere a un mes concreto, sino la que contempla una cierta secuencia temporal. En efecto, la pérdida de competitividad referida a unos meses concretos que se recupera en los meses inmediatamente posteriores, difícilmente va a tener efectos permanentes en los flujos comerciales entre países. Tales efectos se relacionan con cambios más duraderos en el índice de competitividad. Así, en cuanto al diferencial de inflación lo importante es su comportamiento sistemático.

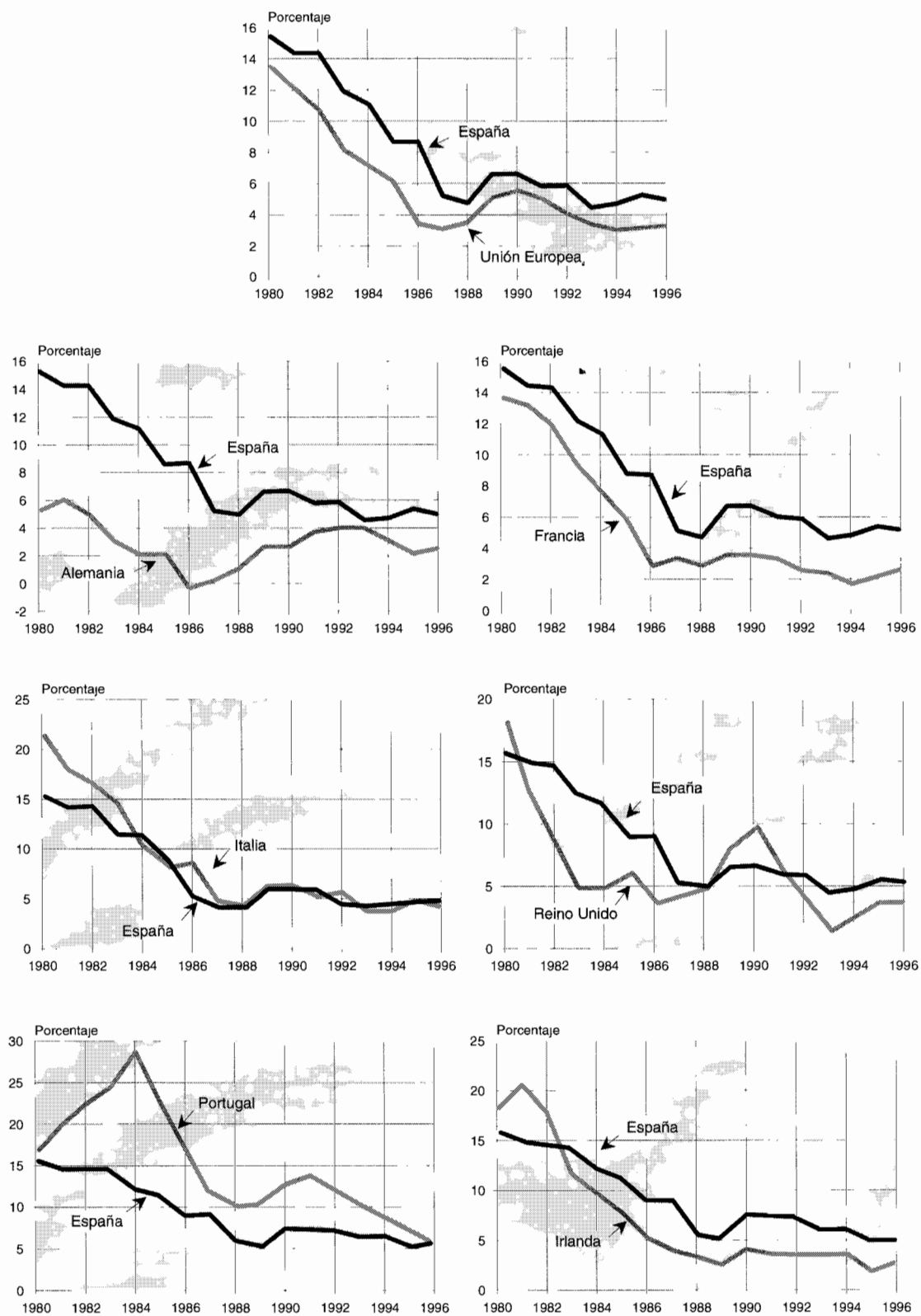
En el gráfico núm. 1 se representa el diferencial de inflación respecto a Europa y respecto a ciertos países concretos. En el gráfico destaca que entre 1980 y 1994 la inflación española se ha reducido en 10 puntos porcentuales, pero este esfuerzo reductor ha sido similar al que han realizado los otros países europeos. Esto pone de manifiesto que los logros en la lucha contra la inflación no se deben medir en términos absolutos, sino en términos relativos a los logros que están realizando los países competidores.

En cuanto al diferencial respecto a países concretos se tiene que con los países grandes este diferencial ha sido generalmente positivo (excepto con Italia con quien hace más de siete años se mantiene un diferencial nulo) e igualmente ha ocurrido con países como Irlanda. Con países como Portugal, con quien el diferencial venía siendo favorable a España, se ha llegado en 1994 a una situación de diferencial cero.

La conclusión es clara: los logros contra la inflación en España han sido insuficientes respecto a los alcanzados por los otros países europeos con los que ahora se compite abiertamente. En consecuencia, la evolución de la inflación española viene debilitando año tras año las posibilidades de competencia con Europa, lo cual constituye uno de los obstáculos más determinantes para el crecimiento económico una vez que se ha consolidado la integración en dicha área económica. En tanto en cuanto la atracción de inversión extranjera y, en suma, el progreso económico en España se ve ligado precisamente a su integración europea, no parece existir alternativa clara a una política económica basada en el control de la inflación que lleve a que en promedio, por ejemplo anual, el diferencial con Europa sea cero.

La pérdida de competitividad que la inflación ha provocado en los últimos quince años en la economía española se ha tenido que compensar con devaluaciones y depreciaciones de la peseta. Tales movimientos del tipo de cambio suponen un empobrecimiento ya que tras una devaluación (depreciación) se necesita mayor producción interna para adquirir un mismo conjunto de bienes o servicios extranjeros. En consecuencia, la estrategia de mantener de forma continuada una inflación superior a la media de la mayoría de los principales países europeos, que se corrige con devaluaciones y depreciaciones, no es sostenible. Hacia el futuro, los objetivos de política económica que se centran en asegurar un diferencial de inflación nulo con Europa parecen irrenunciables.

GRAFICO NUM. 1
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO
(Crecimiento anual)



Nota: Predicciones de 1995 y 1996 de "Consensus Forecast" de 12 de Junio, 1995

Fuente: I.N.E. y EUROSTAT

bles y está en el beneficio de todos los agentes económicos cooperar para su consecución, con la convicción de que si tales objetivos no se logran todos salen perdiendo.

II. PROCEDIMIENTOS PARA EVALUAR LAS PERSPECTIVAS INFLACIONISTAS.

Una forma de evaluar las perspectivas inflacionistas es disponer de modelos que sean capaces de explicar los datos que sobre inflación -IPC- va generando mensualmente el INE. Si estos modelos están suficientemente contrastados se pueden utilizar para predecir mensualmente la inflación futura. A medida que lleguen observaciones posteriores que recojan hechos o situaciones nuevas, la predicción de la inflación futura se irá revisando. Así, una determinada secuencia de predicciones irá indicando cómo van evolucionando las perspectivas inflacionistas.

Desde el Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico del Instituto Flores de Lemus de la Universidad Carlos III de Madrid, se vienen realizando desde hace varios años predicciones mensuales de inflación, que desde 1994 se publican en el BOLETIN IPC. El enfoque y modelos empleados en dicha predicción se presentan y discuten en Espasa et al (1987) y Espasa y Lorenzo (1995). En ellos el esquema de predicción de la inflación se fundamenta en dos principios básicos. Uno hace referencia a que las condiciones de oferta y demanda así como las regulaciones e impuestos indirectos a los que están sometidos los diferentes mercados de bienes y servicios son distintos y, en consecuencia, los precios en dichos mercados: 1. siguen tendencias y oscilaciones estacionales diferentes y 2. tienen niveles de erraticidad muy diversos. Lo primero implica, en lenguaje econométrico más moderno, que los precios en tales mercados no están cointegrados. La consecuencia de todo ello es que las implicaciones futuras de unos valores concretos del IPC en un determinado mes y en los meses inmediatamente anteriores son distintas según sea la composición de precios en los grandes mercados que subyacen detrás del valor mensual del IPC. En esta línea, se ha revelado muy útil la descomposición del IPC en cinco componentes básicos tales como (véase Espasa et al (1987)):

- a) ENE: Índice de precios de bienes energéticos.
- b) ANE: Índice de precios de alimentos no elaborados.
- c) SERV: Índice de precios de servicios.
- d) AE: Índice de precios de alimentos elaborados.
- e) IND: Índice de precios de bienes elaborados que no son ni alimentos ni bienes energéticos. A tal tipo de bienes se les denominará industriales.

En ellos, los índices ENE y ANE son los más erráticos a la vez que, al menos el índice ANE, tiende a oscilar sobre el agregado que forman los otros tres componentes restantes del IPC. Por tal motivo, para situaciones en las que los precios de la energía experimentan tasas de crecimiento similares a los de los restantes componentes del IPC, Espasa et al (1987) propusieron analizar la inflación a través de un índice que excluía del IPC a los precios recogidos en ANE y ENE. Es decir, a través de un índice de precios al consumo de servicios y bienes elaborados no energéticos (IPSEBENE). Actualmente, este índice supone el 80,99% del IPC y junto con el 11,88% que supone el ANE y el 7,12% que representa el ENE se configura el IPC.

La descomposición anterior alerta a interpretar de forma diferente un crecimiento mensual, por ejemplo, nulo del IPC debido a que cada uno de sus cinco componentes básicos no han variado de nivel respecto al mes anterior, del crecimiento nulo observado en marzo de 1995, realmente el 0,03%, formado por unas caídas del 1,72% y 0,14% en los índices ANE y ENE, respectivamente, y por una subida del 0,30% en el IPSEBENE.

En resumen, esta descomposición del IPC es necesaria para realizar predicciones más precisas del mismo a través de predicciones para cada uno de sus componentes básicos, pero también es importante para interpretar con mayor atino la realidad inflacionista.

El otro principio básico recogido en el procedimiento de predicción empleado en el mencionado BOLETIN IPC hace referencia a que los modelos econométricos estructurales (causales) no son un buen instrumento para la predicción de la inflación a corto plazo, debido, en gran parte, a que en el mismo momento que se publica el último dato del IPC no se tiene información contemporánea fiable de los factores principales determinantes de la inflación, como costes salariales, productividad, excedente bruto de explotación, etc. Por eso los modelos dinámicos que recogen la regularidad en esta dependencia temporal que muestran los componentes básicos del IPC, por ejemplo modelos ARIMA, pasan a ser el instrumento predictor más prometedor en el análisis a corto plazo. Ahora bien, la mera estructura dinámica de los precios al consumo en un determinado momento t no recoge todas las presiones inflacionistas existentes en dicho momento en la economía, ya que los precios al consumo son precios finales y en el momento t pueden estar ocurriendo cambios en los precios en estados anteriores al consumo (precios agrícolas, al por mayor, etc) que acabarán trasladándose al IPC, pero que en el instante t no se reflejan todavía en su historia presente y pasada. Dichos precios constituyen, pues, unos indicadores adelantados de la evolución posterior del IPC. Existen otros posibles indicadores adelantados del IPC -véase Espasa y Lorenzo (1995)- pero de todos ellos en el procedimiento de predicción referido solamente se emplean indicadores de presión de la demanda final, ya que, por ejemplo, para los indicadores externos y monetarios no se consiguen efectos estables y significativos en el IPC.

Lo anterior apunta la importancia de construir modelos dinámicos de predicción que incorporen la información de los componentes básicos del IPC y de los indicadores adelantados. De hecho, estos modelos pueden considerarse como una forma reducida de los modelos estructurales anteriores (véase Hendry (1995)). Los modelos dinámicos de indicadores adelantados para los componentes básicos del IPC constituyen el tipo de modelo empleado en el BOLETIN IPC.

Se ha comentado que la aplicación con fines de predicción a corto plazo de los modelos econométricos estructurales tiene el inconveniente de que se dispone con mucho retraso de información fiable sobre sus variables explicativas. No obstante, contemporáneamente con los datos del IPC se dispone de cierta información, generalmente parcial y por tanto muy incompleta e inservible para fines de modelización econométrica, de cómo están evolucionando las variables causales de la inflación. Es pues conveniente que siempre que se realicen predicciones basadas en modelos econométricos dinámicos con indicadores adelantados, se analice si sus implicaciones concuerdan con las de un posible análisis estructural, en gran parte subjetivo, de la inflación a partir de los datos parciales de que se disponga. Así, en el BOLETIN IPC núm. 6 de marzo de 1995, publicado al conocerse el dato del IPC de febrero, se predecía una inflación acumulada anual para el IPC en diciembre de 1995 del 5,34% y se realizaba una cierta discusión sobre si tal predicción, basada en indicadores adelantados, era compatible con una explicación causal. La conclusión que se obtenía era afirmativa.

Cualquier modelo econométrico del tipo que sea constituye una representación incorrecta de la realidad. En ella ocurren hechos y acontecimientos que los modelos no pueden incorporar pero que influyen en las variables que tales modelos tratan de explicar. Cuando se producen acontecimientos de cierta importancia, el analista necesita modificar, normalmente mediante ajustes en las constantes del modelo⁽¹⁾, las predicciones que el modelo genera para intentar captar, así, los efectos de dichos acontecimientos. En el caso con modelos con indicadores adelantados se tiene que, normalmente, los acontecimientos especiales que se están comentando tendrán primero efecto en los indicadores y después en el IPC. Así, en dichos modelos, los efectos de acontecimientos tales como los aumentos en el tipo de interés de referencia del Banco de España se pueden tener en cuenta modificando la predicción automática que se obtiene para los indicadores adelantados, como los precios al por mayor, e incorporar dicha predicción modificada del indicador en el modelo del IPC, obteniendo, así, predicciones de éste último que tienen presente el acontecimiento especial (véase BOLETIN IPC, núm. 9, sección II). Este procedimiento de ajustar las predicciones del IPC a partir de predicciones modificadas de sus indicadores adelantados tiene posibles ventajas sobre otros procedimientos de ajuste, ya que la predicción libre del indicador proporciona un nivel de referencia para evaluar cuán factibles pueden ser las diferentes correcciones alternativas que se puedan considerar.

III. EVOLUCION DE LAS PERSPECTIVAS INFLACIONISTAS DURANTE 1995: LA POLITICA DE TIPOS DE INTERES SEGUIDA POR EL BANCO DE ESPAÑA.

En el gráfico núm. 2 se representan las predicciones de inflación acumulada anual para diciembre de 1994 y diciembre de 1995, realizadas desde enero de 1994 las primeras y desde julio de dicho año las segundas y publicadas en el BOLETIN IPC. Las predicciones para diciembre de 1995 no incluyen los efectos que en el IPC han tenido los cambios en la imposición indirecta y en las cotizaciones a la Seguridad Social de enero de 1995. Tales efectos se evalúan en 0,48 puntos porcentuales en el IPC de diciembre de 1995. Dado que las subidas del IPC debidas a cambios en la imposición indirecta no quitan competitividad internacional a la producción española, la eliminación de ellas en el análisis que se realiza a continuación no resta generalidad al mismo y homogeneiza las medidas de inflación referidas a 1994 y 1995.

El gráfico muestra que a lo largo de 1994 las expectativas de inflación -medidas por las predicciones recogidas en el mismo- para finales de 1994 fueron muy estables. En julio de 1994 se observa que las expectativas consistían en una tasa de inflación sobre el 4,3% para 1994 y sobre el 3,2% -siempre excluyendo el efecto de los cambios posteriores en el IVA- para 1995. A lo largo del segundo semestre de 1994 las expectativas a corto plazo las correspondientes a 1994 -se mantuvieron muy estables, mientras que las de a más medio plazo- las referidas a 1995 -se fueron deteriorando. De este modo, al conocerse la tasa del 4,3% para el IPC de diciembre de 1994 se tenían unas expectativas (predicciones del BOLETIN IPC) para 1995 que consistían en que se mantenía dicha tasa. Dado que en el propuesto 4,3% se estaba descontando el efecto mencionado de la imposición indirecta, la inflación prevista para finales del primer trimestre de 1996 era de una magnitud similar y, en consecuencia, la probabilidad de que en esa fecha se lograrán los objetivos de inflación -una tasa entre el 3,5% y el 4%- del Banco de España era inferior al 50%. En esos momentos, por motivaciones que no pudieron ser muy distintas a las

⁽¹⁾ Para una exposición y justificación de estos ajustes sobre los modelos véase Clements y Hendry (1994) y referencias anteriores allí citadas.

acabadas de expresar, el Banco de España subió 50 puntos básicos su tipo de interés de referencia. El gráfico muestra también que en los primeros meses de 1995 las expectativas inflacionistas continuaron empeorando y, de nuevo, en marzo de dicho año el Banco de España, realizando valoraciones necesariamente similares a las del gráfico, volvió a subir los tipos de interés. No obstante, con la posterior publicación del IPC correspondiente a los meses de marzo y abril, las expectativas de inflación continuaron subiendo y en junio, antes de que el INE diera a conocer el IPC de mayo, el Banco de España subió su tipo de interés de referencia en 75 puntos básicos.

La discusión anterior pone de manifiesto que la cuantificación de expectativas inflacionistas para 1995, realizadas en el BOLETIN IPC desde julio de 1994, muestran una magnitud y deterioro temporal que resultan bastante precursoras de los movimientos en los tipos de interés a los que se vería obligado el Banco de España. De hecho, tras la publicación del dato de marzo, y mucho más con la publicación del dato de abril, el Banco de España tenía evidencia para subir sus tipos, si ésta era su política a seguir, y no se ganó nada por esperar al mes de junio.

La evolución al alza de las expectativas de inflación para 1995 -sin cuantificar los efectos de los cambios en la imposición indirecta- recogida en el gráfico núm. 2 ha sido grande, aumentando en más de dos puntos porcentuales en los meses de julio de 1994 a abril de 1995, pero la elevación no ha sido brusca sino bastante sistemática a lo largo de esos meses. En el párrafo anterior se ha comentado que un perfil similar de deterioro en las expectativas de inflación debió contemplar el Banco de España para subir, en menos de cinco meses, tres veces los tipos de interés. Pero, además, la cuantificación de dicho deterioro con la que el Banco de España debió trabajar no debió ser muy diferente a la descrita en el gráfico núm. 2, ya que una subida de casi 200 puntos básicos en su tipo de interés de referencia en menos de un semestre, requiere unas amenazas muy serias de inflación -como las expresadas en el gráfico núm. 2- en una etapa de recuperación económica en la que el consumo -según los propios del informe del Banco de España en esas fechas- mostraba, y muestra, unas tasas de crecimiento muy moderadas.

La conclusión es clara: un análisis riguroso y detallado de las expectativas inflacionistas (predicciones) sirve para entender, y en su momento para predecir, los cambios en los tipos de interés llevados a cabo por los responsables de la política monetaria. Obsérvese también la importancia de evaluar expectativas de inflación a distintos plazos, ya que en el segundo semestre de 1994, al tiempo que las expectativas a muy corto plazo diciembre de 1994 -permanecían estancadas, las expectativas a más medio plazo- diciembre de 1994 -iban creciendo sistemáticamente y de forma muy firme.

IV. PERSPECTIVAS ACTUALES DE INFLACION.

El gráfico núm. 2 muestra que las perspectivas de inflación se han truncado a partir de abril de 1995 pero se mantienen elevadas. En estos momentos, el problema cuantitativo importante respecto a la inflación consiste en determinar: 1. si la aceleración de los precios, en el sentido descrito en el epígrafe anterior, que ha venido registrando la economía española desde el verano de 1994 ha tocado ya a su fin y 2. en caso de una respuesta afirmativa a la cuestión anterior, hacia qué tasa de inflación tiende a situarse la economía española en el corto plazo.

Para entender mejor el problema planteado, en el gráfico núm. 3 se recogen las expectativas de inflación acumulada anual en el IPC y sus componentes básicos para diciembre de 1995. Al igual que en el epígrafe anterior, de tales predicciones se están eliminando los efectos de cambios en la imposición indirecta que, por otra parte, han sido muy diferentes de unos componentes básicos a otros. En el cuadro núm. 1 se dan las predicciones para los restantes meses de 1995, incluyendo dichos efectos y se especifican también las predicciones para los primeros meses de 1996 -bajo el supuesto de que no habrá nuevos cambios en la imposición indirecta. En estas predicciones de inflación para 1996 los efectos de los cambios impositivos de enero de 1995 ya son nulos.

CUADRO NUM. 1

CRECIMIENTOS ANUALES DEL IPC ⁽¹⁾														
Crecimiento de un mes sobre el mismo mes del año anterior (T_{12}^1)														
Indicador retrasado ⁽²⁾														
	Tasa	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	Ene96/Ene95 ⁽²⁾
IPSEBENE (índice de precios de servicios y de bienes elaborados no energéticos) (80,99%)	1994	5,09	4,90	4,93	4,63	4,61	4,43	4,29	4,52	4,51	4,52	4,44	4,51	
	1995	4,52	4,74	4,75	5,07	5,09	5,19	5,46	5,31	5,36	5,37	5,49	5,55	5,18
IPC (100%)	1994	5,02	5,03	5,00	4,95	4,86	4,71	4,75	4,80	4,53	4,36	4,36	4,34	
	1995	4,36	4,82	5,08	5,24	5,07	5,06	5,18	5,11	5,34	5,47	5,49	5,43	4,95
⁽¹⁾ A partir de julio de 1995 los datos son predicciones. ⁽²⁾ En esta columna se produce una caída debido a que la Tasa T_{12}^1 ya se calcula sobre dos meses en los que ambos están afectados por los cambios en la imposición indirecta que tuvieron lugar en enero de 1995. Nota: La tasa T_{12}^1 normalmente refleja los cambios fundamentales en el crecimiento de los precios con seis meses de retraso respecto a los crecimientos mensuales, por lo que es necesario analizar sus predicciones para evaluar el momento inflacionista presente. Fuente: INE y elaboración propia (Laboratorio de predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid). Fecha de elaboración: 13 de julio de 1995.														

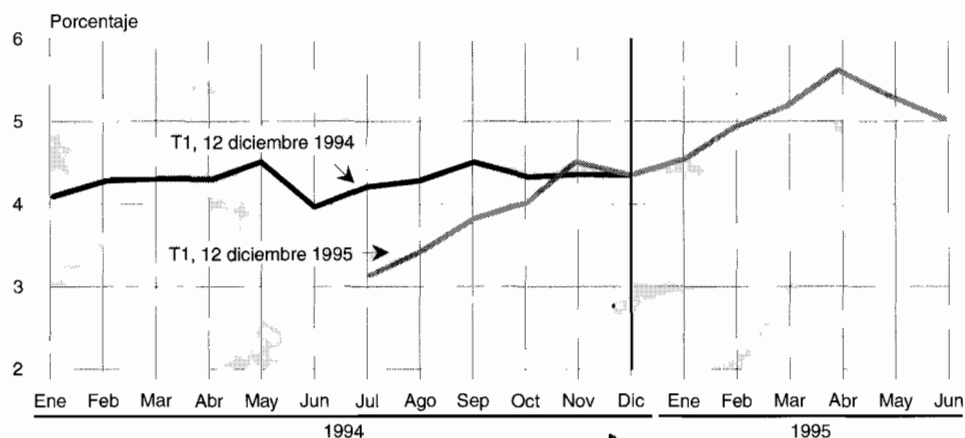
En el panel A del gráfico núm. 3 destaca que los deterioros en las expectativas de inflación en el IPC y en el IPSEBENE han sido muy similares en el periodo considerado -julio de 1994 a junio de 1995- si bien desde diciembre las expectativas del IPSEBENE vienen estando unas pocas décimas por encima de las del IPC. Así pues, lo importante es analizar el comportamiento de los índices que configuran el IPSEBENE.

En el panel B del gráfico núm. 3 se observa que los precios de los servicios (SERV) se aceleraron en dos puntos porcentuales a lo largo del segundo semestre de 1994 y durante 1995 muestran una evolución relativamente constante que más o menos se mantendrá en el primer trimestre de 1996. Esta última predicción se realiza bajo dos hipótesis: 1. en 1995 y a principios de 1996 no se producirán revisiones de las tarifas telefónicas con efectos drásticos sobre el IPC y 2. la presión de la demanda -que se incluye como un indicador adelantado en estos precios- mostrará una evolución muy moderada durante este periodo. Con ello, el estancamiento de la inflación en los servicios se puede predecir entre el 5,5 y el 5,9%.

Las perspectivas de inflación en los precios de alimentos elaborados (AE) han crecido enormemente -más de cuatro puntos porcentuales- desde julio de 1994 a abril de 1995 pero desde mayo vienen cayendo y se puede esperar que continúen disminuyendo en lo que queda de año y gran parte de 1996 hasta alcanzar valores algo inferiores al 3,5%. La desaceleración de estos precios es la que parece más firme de todos los componentes del IPC.

Los precios al consumo de los denominados bienes industriales -para los efectos de este artículo, bienes que no son ni alimentos ni bienes energéticos- mostraron una evolución relativamente constante en el segundo semestre de 1994 y se aceleraron en más de dos puntos

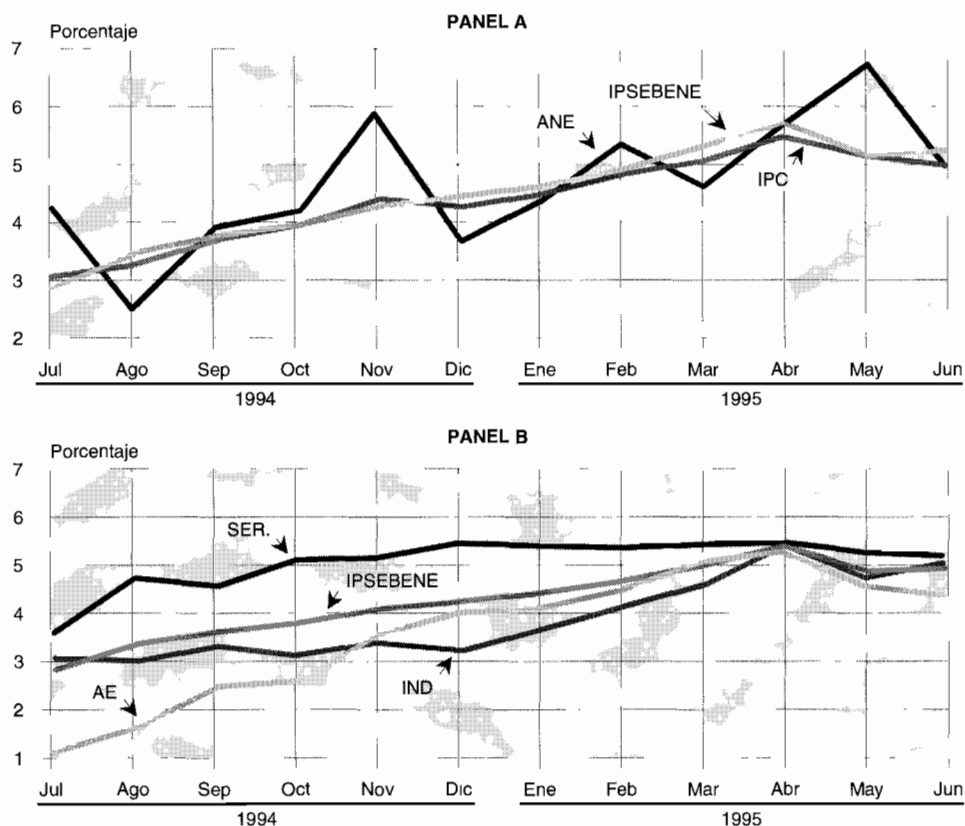
GRAFICO NUM. 2
PREDICCIONES DE INFLACION ACUMULADA ANUAL A DICIEMBRE DE 1994 Y
DICIEMBRE DE 1995(*)
 (Realizadas desde enero de 1994)



(*) Las predicciones para diciembre de 1995 no contemplan los efectos de los cambios en la imposición indirecta y cotizaciones a la Seguridad Social en enero de 1995. Tales efectos se evalúan en 0,48 puntos porcentuales en el IPC.

Fuente: INE y elaboración propia (Cátedra de Econometría, Universidad Carlos III de Madrid).
 Fecha de elaboración: 19 de julio de 1995

GRAFICO NUM. 3
PREDICCIONES DE LA INFLACION ACUMULADA EN 1995
 (Realizadas desde julio de 1994 a junio de 1995(**))



(**) Estas predicciones no contemplan los efectos de los cambios en la imposición indirecta y cotizaciones a la Seguridad Social en enero de 1995.

porcentuales en el primer cuatrimestre de 1995. La predicción de este índice para 1995 y 1996 es especialmente compleja, ya que a pesar de las subidas mencionadas de los tipos de interés, el correspondiente indicador adelantado de precios al por mayor -índice de precios de producción (industriales) de manufacturas de consumo (IPRIM)- continúa acelerándose. En el gráfico núm. 4 se puede ver la aceleración a la que está sometido el indicador IPRIM. No obstante, se puede suponer que la política monetaria restrictiva ejercida en 1995 acabará frenando tal aceleración. Así, se ha supuesto en la proyección de este indicador adelantado -véase gráfico núm. 4- situando por el momento el truncamiento en una tasa estable del 5,3%, que acaba siendo el valor hacia el cual tiende a estabilizarse la predicción que se realiza sobre el índice de precios al consumo, IND.

Sobre el índice de precios al por mayor IPRIM existen a su vez indicadores que pueden orientar sobre su evolución futura. Uno de ellos se encuentra en las encuestas cualitativas mensuales que realiza el Ministerio de Industria y, en particular, en la pregunta que se realiza sobre la tendencia de los precios en las empresas industriales productoras de bienes de consumo. Denomínese TPIBC al indicador resultante de la cuantificación realizada a partir de las contestaciones de las empresas a la pregunta indicada. En el gráfico núm. 5 se representa IPRIM junto con TPIBC. Curiosamente, y a pesar de que por la forma en que se realiza la pregunta no debiera ocurrir, el indicador TPIBC tiene una fuerte oscilación estacional, tal como aparece en el gráfico. No obstante, se observa con facilidad que, al menos por el momento, la caída estacional de 1995 está muy por encima de la correspondiente caída en 1994, indicando la fuerte aceleración en que se encuentra todavía el indicador TPIBC. Es decir, los industriales productores de los bienes de consumo todavía esperan mayores evoluciones en las tendencias de sus precios.

Igualmente, si se comparan los crecimientos acumulados anuales del IPRIM -precios de producción de manufacturas de consumo- con los de los precios de producción de bienes intermedios (véase gráfico núm. 6), no se detecta ninguna señal en éstos que induzca a predecir una reducción en el crecimiento del IPRIM.

La evolución de las curvas de los tipos de interés a distintos plazos contiene información futura sobre expectativas futuras de precios. En dichas curvas se puede coger su pendiente en el primer tramo de las mismas, medidas por el diferencial de los tipos de interés del mercado interbancario en operaciones a un día y a un mes. Este diferencial, que desde 1989 a 1992 fue muy estable alrededor de 100 puntos básicos, decreció considerablemente desde finales de 1992 a mediados de 1994, alcanzando un nivel mínimo por debajo de los 20 puntos básicos. Desde dicha fecha el mencionado diferencial viene creciendo sistemáticamente. Las expectativas sobre precios que dicho diferencial contiene se refieren a índices agregados de precios al consumo y no a índices sectoriales como son el IND e IPRIM. No obstante, la evolución de tal diferencial en estos momentos difícilmente puede interpretarse en el sentido de que en el corto plazo se esperen reducciones de inflación.

En cuanto a los precios internacionales al por mayor, la información existente es muy imprecisa. Un índice con cierta divulgación entre los analistas⁽²⁾ es el índice de materias primas industriales. En el gráfico núm. 7 se representan las evoluciones históricas de este índice y el IPRIM. En el gráfico destaca que la evolución del índice de precios de materias primas es muy oscilante pudiendo pasar, en menos de un año, de tasas de variación positivas del 70% a tasas

⁽²⁾ Estamos muy agradecidos a Angel Laborda por llamarnos la atención sobre este índice.

GRAFICO NUM. 4
INDICE DE PRECIOS AL CONSUMO DE BIENES INDUSTRIALES NO ENERGETICOS (IND) Y
SU CORRESPONDIENTE INDICADOR ADELEANTADO (IPRIM)
(Crecimiento interanual (T1,12) (*))

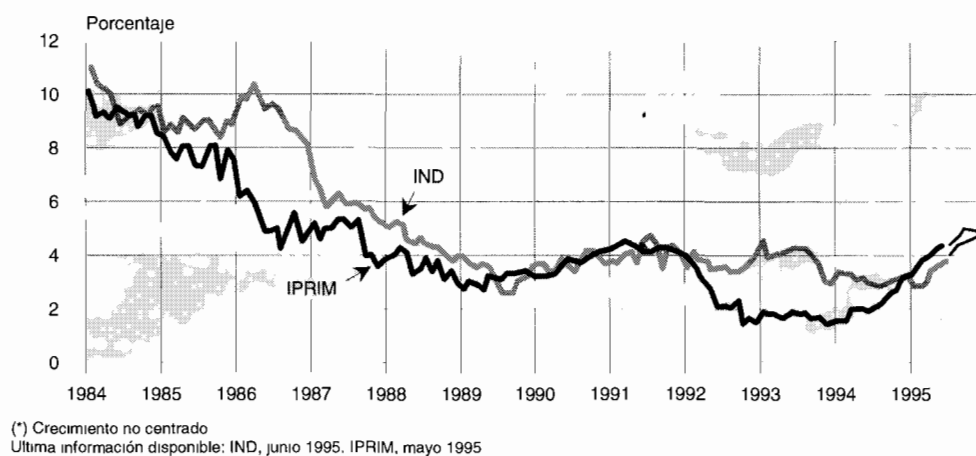
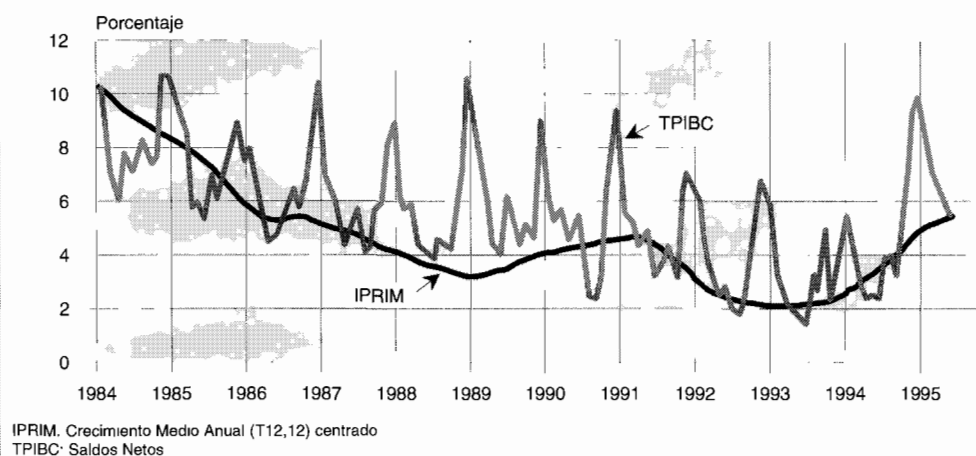


GRAFICO NUM. 5
INDICE DE PRECIOS INDUSTRIALES DE MANUFACTURAS DE CONSUMO (IPRIM)
TENDENCIA DE PRECIOS EN LA INDUSTRIA DE BIENES DE CONSUMO (TPIBC)



negativas del 20%. No obstante, en su evolución reciente, el crecimiento del cero al 40% registrado a lo largo de 1994 no tuvo, al menos aparentemente, reflejo en el IPRIM. En consecuencia, es muy difícil asignarle un efecto sobre el IPRIM a la caída del 40 al 20% en la tasa de crecimiento de los precios de las materias primas.

La conclusión de todo lo anterior es que el IPRIM no está mostrando todavía truncamiento alguno en su evolución y que en otros datos que podrían anticiparse al IPRIM tampoco se aprecian indicios de que tal truncamiento venga a producirse en un futuro próximo. A pesar de todo ello, y debido a los efectos esperados de la política monetaria restrictiva de 1995, en las predicciones recogidas en el BOLETIN IPC se está truncando la predicción del IPRIM hacia el valor de 5,3% señalado anteriormente.

Con las predicciones comentadas sobre los distintos componentes del IPC se predice que su crecimiento acumulado anual en diciembre de 1994 será del 5,43% y en marzo de 1996 del 4,78%. Las correspondientes predicciones para el IPSEBENE son del 5,55% y del 5,20%. Dentro de la predicción del IPSEBENE destaca que la inflación de los precios que se refiere a bienes se predice para marzo de 1996 en el 4,77%, mientras que la de los precios que se refieren a servicios se sitúan en el 5,87% para esa misma fecha. Este diferencial positivo entre inflación de servicios y de bienes es otro factor inflacionista que necesita ser atacado mediante medidas legales que introduzcan y fomenten mayor competencia en el sector de servicios. Todo lo anterior parece indicar que de una tasa de inflación acumulada del 5,06% en junio de 1995 (véase cuadro núm. 1) se tiende a una tasa algo por encima del 4,5% a mediados de 1996. Es decir, la política monetaria restrictiva aplicada en lo que va de 1995 ha conseguido finalmente romper con la aceleración de los precios, pero su tasa de crecimiento en 1996 todavía se proyecta -según los cálculos realizados en el BOLETIN IPC- por encima del objetivo del 4% para marzo de 1996. Esto plantea la cuestión de cómo lograr dicho objetivo, a lo que se dedica el epígrafe siguiente.

V. OBJETIVOS DE INFLACION Y POLITICA FISCAL.

En el primer epígrafe de este artículo se concluía que es difícil diseñar una política económica actual en España que no persiga el objetivo de diferencial nulo de inflación con Europa y que, al mismo tiempo, garantice una situación de crecimiento estable. Este objetivo no se ha alcanzado nunca en España en los últimos quince años y la competitividad ha habido que recomponerla mediante devaluaciones y depreciaciones de la peseta.

Las perspectivas de inflación para 1995 y 1996 se han ido deteriorando desde el segundo semestre de 1994, pero la única política aplicada para combatir la inflación ha sido la monetaria. En el epígrafe anterior se comentaba que tal política ha logrado romper la aceleración de los precios, pero parece que éstos tienden todavía a tasas de crecimiento que alejan a la economía española del diferencial cero con Europa.

Lo anterior indica que la política monetaria en solitario puede no ser suficiente para combatir la inflación sin imprimir una fuerte recesión en la economía nacional. Tal como se viene destacando en el BOLETIN IPC (véase también *Boldrin et al* (1995)), siendo la política monetaria necesaria para combatir la inflación no es el único frente de acción, ni el más importante, que deba emprenderse.

GRAFICO NUM. 6
PRECIOS INDUSTRIALES
BIENES DE CONSUMO Y BIENES INTERMEDIOS
(Crecimiento interanual)

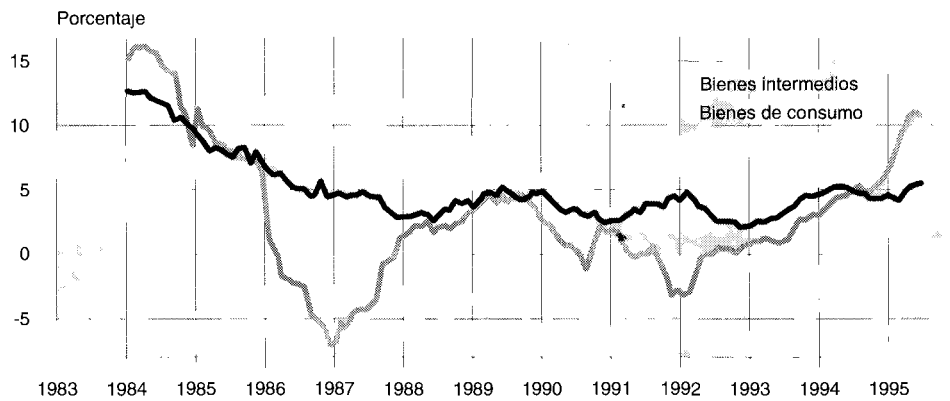
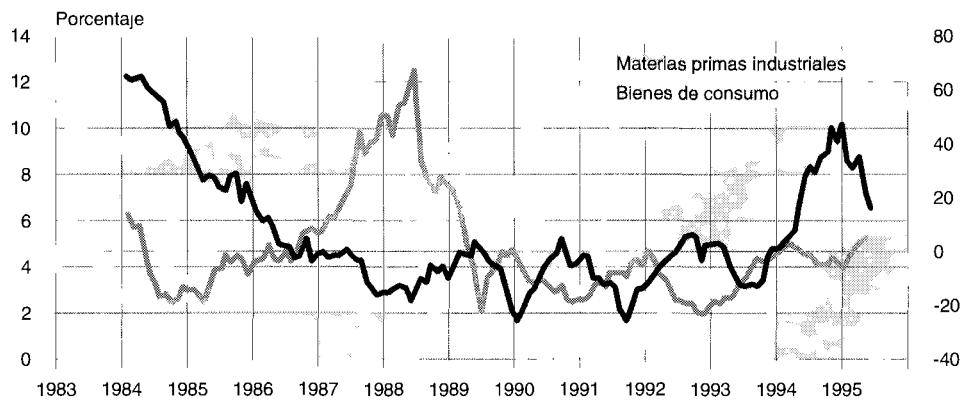


GRAFICO NUM. 7
PRECIOS INDUSTRIALES
BIENES DE CONSUMO Y PRECIOS MATERIAS PRIMAS INDUSTRIALES (THE ECONOMIST)
(Crecimiento interanual)



- (1) Precios de materias primas industriales (*The Economist*); escala derecha
(2) Precios industriales (al por mayor) de bienes de consumo; escala izquierda

La lucha contra la inflación debe ir dirigida por una política fiscal acorde con los objetivos de inflación. Así, los presupuestos públicos para 1995 con un déficit público programado del 5,9% sobre el producto interior bruto (PIB), en un año en el que para dicho producto se predecía un crecimiento sobre el 3%, no definieron una política económica adecuada para alcanzar un supuesto 3,5% de inflación o, en cualquier caso, unas tasas que nos acercaran definitivamente a la inflación europea. Los presupuestos públicos en 1995 han sido expansivos, con unos gastos muy superiores a los ingresos, lo cual ha propiciado un empujón inflacionista. Además, tales presupuestos generaron poca confianza en los inversores extranjeros, lo cual determinó una cuarta devaluación de la peseta y unas expectativas actuales inciertas sobre el tipo de cambio de la peseta para periodos más allá de los seis meses. Ante esta política fiscal expansiva, el Banco de España ha tenido que actuar en solitario para reducir la inflación. Pero la acción monetaria en exclusiva es el procedimiento más costoso, en términos de crecimiento económico y empleo, para lograr doblegar una inflación que haga competitiva a la economía española y pueda, finalmente, garantizar dicho crecimiento y creación de empleo.

Lograr los objetivos de inflación debe ser algo irrenunciable para todos los agentes económicos, pero principalmente para los responsables de la política macroeconómica. En consecuencia, la situación actual en la que las perspectivas de alcanzar un 4% de inflación en marzo de 1996 y del 3% en 1997 tienen todavía una probabilidad baja -ciertamente inferior al 50%- no permiten correr riesgos y deben tomarse las medidas oportunas. Estas deben empezar por una reducción del gasto público en 1995 acorde con el menor nivel de ingresos obtenidos, frente a los programados. A partir de ahí, debería considerarse irrenunciable la confección y ejecución de un presupuesto público para 1996, con un déficit que no sea superior al 4,4% del PIB. Además, esta reducción del déficit no debe apoyarse en los gastos de inversión y de formación de capital humano, que son necesarios para alcanzar los niveles de productividad que la economía española necesita. Asimismo, en el cálculo de ingresos públicos para determinar el correspondiente déficit no deben contabilizarse los ingresos procedentes de las privatizaciones, que al suponer una reducción de capital público deberían destinarse íntegramente a cancelar parte de la deuda.

Lo anterior indica que la reducción del déficit público en 1996 no puede hacerse sin recortar los gastos corrientes. La propuesta de implantar o aumentar los precios para el acceso a ciertos servicios públicos, como sanidad, enseñanza, transportes y comunicaciones, etc. puede ser correcta. Para ello, dado que dichos precios, en definitiva, suponen una mayor presión fiscal, su implantación debería ir acompañada de controles que garanticen una mayor eficacia y eficiencia del servicio público en cuestión. La reducción de los gastos públicos corrientes que garanticen un déficit en 1996 que no sea superior al 4,4% del PIB debería estar en todos los programas de los principales partidos políticos y anunciarse así de inmediato, dejando que el electorado elija las opciones políticas en función de la forma de reparto de la reducción que dichas opciones anuncian. Sin este anuncio público que garantice la política económica que se necesita en este momento, puede darse de nuevo una desconfianza sobre la economía española que retrase, o realmente ponga en peligro, el afianzamiento de la recuperación económica obtenida en 1994 y 1995.

Bibliografía.

Boldrin, M, C. Escribano, A. Espasa y J. Urrutia (1995). "El potencial de crecimiento y los riesgos existentes en la evolución económica española". *Diagnóstico de la economía española*, núm. 1, mayo. Laboratorio de Predicción y Análisis Macroeconómico, Instituto Flores de Lemus, Universidad Carlos III de Madrid.

Clements, M.P. and D.F. Hendry (1994). "Towards a theory of economic forecasting", en Hargreaves, C.P. (eds.), *Nonstationary Time Series Analysis and Cointegration*, capítulo 2, págs. 10-52, Oxford University Press.

Espasa, A. y F. Lorenzo (1995). "Una propuesta de análisis desagregado de la inflación a través de indicadores adelantados", *Papeles de Economía*, 62, págs. 308-320.

Espasa, A., M.C. Manzano, M. Ll. Matea y V. Catasús (1987). "La inflación subyacente en la economía española: estimación y metodología". *Boletín Económico*, marzo, págs. 32-51, Banco de España.

Hendry, D.F. (1995). *Dynamic Econometrics*, Oxford University Press.